

Tilburg University

Financieringsaspecten van personeelsopties, in het bijzonder met betrekking tot 'human capital'-intensieve ondernemingen

Duffhues, P.J.W.

Published in:
Maandschrift Economie

Publication date:
2001

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):

Duffhues, P. J. W. (2001). Financieringsaspecten van personeelsopties, in het bijzonder met betrekking tot 'human capital'-intensieve ondernemingen. *Maandschrift Economie*, 65(2), 126-149.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Financieringsaspecten van personeels-opties, in het bijzonder met betrekking tot 'human capital' - intensieve ondernemingen*

P.J.W. DUFFHUES

1 Inleiding

De Amerikaanse onderzoeker Murphy schreef in 1998 over een in de jaren tachtig en negentig in de Verenigde Staten opgetreden "explosion" van aan managers van ondernemingen toegekende opties waarvan de waarde reeds meer dan de helft van de totale beloning van deze managers uitmaakte (Murphy, 1998).

Recent is in de Verenigde Staten gepubliceerd (Cass, 2000a en b) dat het nettovoordeel van uitstaande opties van high tech ondernemingen per 30 juni \$ 330 miljard was. Hiervan kwam ongeveer \$ 180 miljard voor rekening van de zes grootste high tech ondernemingen, dat is meer dan de helft. Het totale nettowinstcijfer van deze zes ondernemingen was over 1999 echter slechts \$ 12 miljard. De gecumuleerde winst voor de optiehouders was dus gelijk aan 15 maal de jaarwinst. Het toekennen van call opties op de eigen aandelen nodigt weer uit tot het schrijven van putopties op de eigen aandelen omdat ondernemingen een deel van de koersstijging op de verleende opties willen terugverdienen. Ook worden ter afdekking van de (voorwaardelijke) verplichting om aandelen te verkopen aan optiebezitters eigen aandelen rechtstreeks ingekocht zonder eerst putopties te verkopen ('inkoop eigen aandelen')¹.

Een recent bericht in de Nederlandse financiële pers heeft betrekking op de Nederlandse-Britse onderneming Unilever. Uiterlijk in 2004 ligt voor 2000 topmanagers het inkomen voor minder dan de helft vast. De rest zal bestaan uit prestatie-afhankelijke bonussen en opties².

Ik wil in deze inaugurele rede graag wat nader stilstaan bij het boeiende onderwerp van de personeelsoptie dat ook voor Nederland grote betekenis kan krijgen en dat gewoonlijk wordt geassocieerd met de aanwezigheid van een zeker jeugdig elan

* Rede in verkorte vorm uitgesproken bij de openbare aanvaarding van het ambt van gewoon hoogleraar Ondernemingsfinanciering aan de Katholieke Universiteit Brabant te Tilburg op vrijdag 17 november 2000.

1 Vergelijk Duffhues (2000b).

2 Bron: Het Financieel Dagblad, 3 oktober 2000.

en met het begrip tijdwaarde, termen die passen bij iemand die inderdaad voornemens is te beginnen aan zijn "tweede jeugd"³.

Bij de behandeling van dit onderwerp zal het accent liggen op de bedrijfseconomische aspecten van personeelsopties⁴. Dit houdt in dat centraal zal staan de bestudering van het gebruik van opties in het kader van de interne afwegingsprocessen van individuele bedrijfshuishoudingen. Dit vertrekpunt neemt intussen niet weg dat ook aan de micro-economische "theory of the firm" - zijnde een deel van de algemene economie - op enkele plaatsen aandacht zal worden gegeven. Voor een analyse van de verschillen tussen beide benaderingen wordt verwezen naar Moerland (1999).

2 Enkele inleidende opmerkingen over personeelsopties

De maatschappij toont een grote belangstelling voor het onderwerp personeelsopties, in het bijzonder voor managementopties. Tegelijk is men relatief onbekend met de materie. Personeelsopties zijn onder andere in Nederland bovendien omstreden als beloningsvorm. Dat hangt deels samen met de inkomensaspecten van opties en voor een ander deel met de complexiteit van personeelsopties. Deze complexiteit hangt op haar beurt samen met het meerdimensionele karakter van personeelsopties. Bovenal is er een risicodimensie aan personeelsopties te onderkennen. Niet te verwaarlozen zijn de agency-aspecten en daarmee samenhangend het corporate governance-vraagstuk met betrekking tot personeelsopties. Daarbij moet zeker worden gedacht aan de vraag op welke wijze de externe verslaggeving van personeelsopties kan worden geoptimaliseerd. Een ander belangwekkend thema is het verschijnsel 'repricing' van opties (lees: neerwaartse aanpassing van de uitoefeningsprijs en - meestal - gelijktijdige verlenging van de looptijd van de optie) dat zowel voorals tegenstanders kent (Chidambaran en Prabhala, 2000)⁵. Last but not least is er de vraag of het gangbare type personeelsoptie een efficiënt of optimaal contract kan worden genoemd.

Uiteraard zullen zeker niet al deze aspecten in het korte bestek van deze rede de aandacht krijgen die ze verdienen. Deze schriftelijke versie van de rede heeft de vol-

3 Vergelijk Moerland in zijn laudatio na de openbare verdediging van mijn proefschrift in de aula van de Katholieke Universiteit Brabant te Tilburg op 14 april 2000.

4 De tekst van deze rede is mede gebaseerd op de inhoud van mijn proefschrift, in het bijzonder op hoofdstuk 4 (Duffhues, 2000a).

5 'Repricing' is het substantieel (gemiddeld 30% a 40%) verlagen van de uitoefeningsprijs van een bestaande managementoptie met het doel de optie weer interessant te maken voor de houder. De typische 'repricer' is een relatief kleine, jonge, snel groeiende onderneming die plotseling wordt geconfronteerd met een breuk in de groei van de onderneming en de marktprijs van het aandeel. Empirisch onderzoek geeft geen steun aan de "entrenchment hypotheese" volgens welke managers zich door middel van repricing een beschermde positie toedichten noch dat 'repricers' profiteren van een zwak governance-systeem (Chidambaran en Prabhala, 2000).

gende structuur gekregen. In paragraaf 3 zal ik eerst stilstaan bij het begrip personeelsoptie. In paragraaf 4 zal de optie als niet-contante beloningsvorm worden belicht. In paragraaf 5 worden de functies van personeelsopties uitgewerkt. In paragraaf 6 wordt de personeelsoptie geplaatst tegen de achtergrond van de 'nieuwe onderneming' en de gewijzigde positie van het menselijk kapitaal in ondernemingen. De relatie tussen personeelsopties en de aanwezigheid van groei-opties is het onderwerp van paragraaf 7. De optie als drager van een "economische rent" is het onderwerp van paragraaf 8. In paragraaf 9 wordt aandacht besteed aan het feit dat met de komst van de personeelsoptie voortaan meerdere residuele stakeholders aan een onderneming zijn verbonden.

In paragraaf 10 worden enkele financieringsimplicaties van personeelsopties besproken. Vervolgens wordt in paragraaf 11 de invloed van personeelsopties op het activa-risico en het aandelenrisico aan de orde gesteld. In paragraaf 12 wordt stil gestaan bij de marktwaaarde-effecten van personeelsopties. In paragraaf 13 en 14 komen de agency-aspecten van personeelsopties aan de orde. In paragraaf 15 wordt een alternatieve personeelsoptie (beter: een alternatief voor de personeelsoptie) besproken: de Dareco. In paragraaf 16 worden de voor- en nadelen van de Dareco geanalyseerd. In paragraaf 17 volgt een samenvatting van deze rede.

3 Het begrip personeelsoptie

Personeelsopties zijn rechten van leden van het personeel (inclusief het management) om gedurende een bepaalde (loop)tijd onder bepaalde voorwaarden aandelen van de eigen onderneming te kopen tegen een vooraf bepaalde prijs (de uitoefeningsprijs). Personeelsopties maken deel uit van variabele beloningssystemen voor arbeid. Deze nemen snel in populariteit toe in Engelssprekende gebieden, met name de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Ook op het Europese continent is de belangstelling sterk gegroeid o.a. in Nederland o.a. door het gebruik van opties⁶. Onder 'variabele beloning' (of 'performance pay') wordt verstaan een zodanige beloning van arbeid dat er een directe relatie is tussen de hoogte van de beloning en de bereikte resultaten van de onderneming. Als maatstaf voor 'resultaten' geldt o.a. de marktprijs van de aandelen. Bekende vormen van variabele beloning zijn: a) bonusplannen, b) winstdelingen, c) aandelenoptieregelingen en d) stock appreciation rights (SAR's)⁷.

6 Van de eind 1997 beursgenoteerde ondernemingen (exclusief beleggings- en houdstermaatschappijen) had 70% een personeelsoptieregeling ingevoerd. Hiervan had 70% betrekking op kooprechten die niet voor alle personeelsleden beschikbaar waren maar slechts voor een groep van hogere functionarissen (Duffhues, Kabir en Mertens, 1999). De verwachting is dat het aantal optieregelingen sinds het einde van het boekjaar 1997 verder is gestegen.

7 Het verschil tussen een aandelenoptieregeling en een SAR-regeling is dat alleen in het eerste geval aandelen worden gekocht; in het tweede geval is er een uitbetaling in contanten ('cash settlement').

De algemene tendens in 460 ondernemingen die zijn gevestigd in 13 onderzochte landen, is dat het aandeel van de variabele beloning binnen de totale beloning verder toeneemt, zowel bij managers (25% à 30% van de totale beloning) als bij de overige werknemers (5% à 10%).

Het snel om zich heen grijpende fenomeen van de personeelsoptie lijkt weliswaar nieuw maar is gezien in de context van de ondernemingsfinanciering in essentie niets anders is dan een door een onderneming geëmitteerde "zelfstandige" call warrant op aandelen van de eigen onderneming die wel vaker bij andere gelegenheden wordt geëmitteerd. Het bijzondere, en tegelijkertijd problematische van personeelsopties is dat deze waardepapieren worden geplaatst ("geëmitteerd" of "verkocht") niet op de financiële markten maar aan de verschaffers van bepaalde inputs voor het productieproces i.c. de verschaffers van o.a. arbeidsdiensten. Vooral in de technologiesector (meer bijzonder in startende bedrijven) zijn personeelsopties snel ingeburgerd geraakt. Inmiddels vindt er een uitwaaiing plaats naar andere sectoren in de economie. Dat opent naar mijn mening een boeiend en fundamenteel nieuw perspectief voor de verhoudingen in de westerse economische orde waarbij de risicodeling en op termijn ook de zeggenschapsverhoudingen tussen de participanten in een onderneming een herschikking kunnen ondergaan die vanuit het oogpunt van de corporate governance niet zonder bezwaar is (zie voor dit laatste de paragrafen 13 en 14).

4 Enkele bedrijfseconomische implicaties van niet-contante beloningsvormen

Elke honorering van arbeidsdiensten - expliciete en impliciete kosten - maakt deel uit van de kosten van arbeid in economische zin. Het toekennen van personeelsopties heeft tot gevolg dat de vorm van de traditionele beloning van arbeid in de vorm van een betaling in contanten, verandert, niet de hoeveelheid. Het blijven arbeids- of personeelskosten. In feite ontstaat er ook een papieren schuld van de onderneming aan de werknemers die soms pas na vele jaren of in het geheel niet wordt ingelost: looptijden van de optie van 5 tot 8 jaar zijn immers niet ongebruikelijk. Als de opties niet worden uitgeoefend, vervalt de schuld automatisch. Het voldoen van de schuld is voorwaardelijk; als de optiehouder niet nadrukkelijk verzoekt om aandelen te mogen kopen tegen de afgesproken uitoefeningsprijs, hoeft de onderneming geen aandeel te leveren.

Het niet contant uitbetalen van (een deel van) de arbeidskosten verhoogt de kasstroom van de onderneming: hiertegenover staat de zojuist genoemde verplichting aan de optiebezitters (werknemers) ter grootte van hetzelfde bedrag. Aangezien de arbeids- of personeelskosten niet wijzigen, blijft ook het bedrijfsresultaat hetzelfde mits de boekhouding wordt ingericht op het weergeven van het economisch resultaat. De verplichting die in de balans dient te worden weergegeven als men ernaar streeft om de economische positie van de onderneming weer te geven, weer-

spiegelt de economische waarde van een afgeleid financieel instrument of financieel derivaat met het eigen aandeel als onderliggende waarde.

5 Twee belangrijke functies van personeelsopties

5.1 Personeelsopties als oplossing voor het agencyprobleem

In een geïdealiseerde wereld is het schrijven van perfecte of complete contracten tussen marktpartijen geen probleem (Aghion en Bolton, 1992). Alle mogelijke toekomstige situaties die tijdens de uitvoering en afwikkeling van het contract denkbaar zijn en voor meningsverschillen zouden kunnen zorgen, zouden vooraf bijvoorbeeld op papier minutieus worden uitgewerkt en alomvattend geregeld in al hun consequenties. Daarbij inbegrepen de boetes voor het eventueel niet nakomen van aangegane verplichtingen en afspraken. In de werkelijkheid is het sluiten van dergelijke complete contracten veelal niet mogelijk en/of te kostbaar. (Hart, 1995)⁸ De economische gevolgen van het sluiten van een incompleet optiecontract zijn niet gering: zowel de financiering, de investeringsbereidheid, de corporate governance en de waarde van de onderneming kunnen negatief worden beïnvloed doordat contractpartijen in een later stadium en in nieuwe omstandigheden met meer of minder economische macht zijn uitgerust en mogelijk een andere opstelling innemen ten aanzien van voortzetting van de samenwerking dan voorheen. Dit roept de vraag op op welke wijze de ex post mogelijk rijzende problemen tussen partijen zullen worden geregeld. Het antwoord is onder meer afhankelijk van de verdeling van economische macht tussen betrokken partijen, de beslissingsbevoegdheden maar ook van de reputatie, beloften, voorwaardelijke garanties en de eventuele behoefte aan flexibiliteit bij de contractpartijen.

Een arbeidscontract is een voorbeeld van een incompleet contract. Het personeel van ondernemingen waarin leiding en eigendom zijn gescheiden, beschikt over verschillende mogelijkheden om eigen doelen na te streven die schadelijk zijn voor de aandeelhouders. Dit vraagstuk is indringend onder de aandacht gebracht door Jensen en Meckling (1976) en is bekend als het agencyvraagstuk. Doordat de principaal het gedrag van de agent niet kan waarnemen, is het optimale contract tussen principaal en agent niet langer een contract met een vast inkomen maar een contract met een deling van het resultaat tussen de principaal en de agent. De personeelsoptie

8 Vooraf zijn niet alle denkbare toekomstige situaties bekend noch kunnen de wel denkbare situaties in al hun gevolgen worden beschreven. Daarbij komt dat het uit praktisch oogpunt van o.a. beschikbare tijd en kostbaar in te winnen (juridisch) advies in het algemeen weinig aantrekkelijk is om te streven naar het tot standkomen van een compleet contract. Er blijven in de termen van Hart (1995) praktisch altijd de nodige "contingencies" achter d.w.z. onzekere factoren die de afloop van het contract medebepalen maar bij het aangaan van het contract slechts min of meer vaag kunnen worden geduïd.

past in dit kader als een geëigend instrument dat de verdeling van de economische macht tussen principaal en agent regelt⁹.

De werknemers fungeren hierbij op vergelijkbare wijze als de externe vermogensverschaffers: zij zullen de onderneming in beginsel trouw blijven bij een florissante ontwikkeling maar haar mogelijk de rug toekeren of zelfs te gronde richten (door ontslag te nemen) als het slecht gaat.

5.2 Personeelsopties als beheersingsmechanisme van relatie-specifieke investeringen

Is in de principal-agent literatuur het probleem voor de principaal dat hij de inspanningen van de agent niet kan waarnemen, in de moderne economie komt daar nog bij het streven van risico-afkerige werknemers (inclusief managers) om een aandeel in de toekomstige pay-off te verkrijgen die hun persoonlijke investeringen moet rationaliseren. Ook dit tweede aspect - het investeringsaspect van de arbeidsrelatie - creëert de behoefte aan een meer resultaat-afhankelijke beloningsstructuur bijvoorbeeld in de vorm van opties. Dit betreft met name groei-ondernemingen. Het gaat hierbij om de "relatie-specifieke investeringen" (Hart, 1995). Dit kan als volgt worden toegelicht.

De investeringen van ondernemingen hebben betrekking op specifieke fysieke activa en op specifiek "human capital". De hieruit resulterende investment-opportunity set maakt elke onderneming uniek met als gevolg dat aandeelhouders en werknemers tot elkaar zijn veroordeeld in een coalitie. Beiden lopen daardoor een verhoogd risico als gevolg van de uniciteit van hun gezamenlijke investeringen. Hart (1995, blz. 26) noemt deze investeringen dan ook "relatie-specifieke" investeringen. Kenmerkend is dat deze investeringen alleen dan tot wasdom komen als de economische relatie die met anderen wordt onderhouden, blijft bestaan. Als de partijen uit elkaar gaan, vervalt de waarde van deze investering. Op blz. 27 van zijn boek beschrijft Hart dit als volgt: "... A party may be reluctant to invest because it fears expropriation by the other party at the recontracting stage, i.e. it fears that it will not cover its investment costs". Wachten tot het moment van heronderhandeling is voor werknemers al snel te riskant. De partijen zullen om het waardeverlies op de relatie-specifieke investering te ontlopen, zoveel mogelijk moeten samenwerken en deze samenwerking eerst in het uiterste geval verbreken. Deze optimale samenwerking tussen beiden wordt bevorderd door opties als beloninginstrument in te voeren.

9 Overigens is de personeelsoptie zelf ook een incompleet contract. Zo bleek dat bij de toenmalige beursonderneming Content in 1999 personeelsopties werden uitgegeven zonder dat goed was nagedacht over de vraag welke complicaties zouden kunnen optreden als op vrijwel hetzelfde tijdstip de onderneming zich in een overnamesituatie zou bevinden. Een ander voorbeeld van incompleetheid van opties is de onbekende reactie van aandeelhouders op het toekennen, repricen en/of uitoefenen van personeelsopties, variërend van een mogelijk regelrechte afkeuring van het besluit tot toekenning door de Algemene Vergadering van Aandeelhouders tot en met het verkopen van de aandelen.

Het maakt de recontracting op een later tijdstip overbodig en daarmee de heronderhandelingsrisico's à la Hart. De verdeling van de toekomstige marktwaarde ligt, zodra deze zich metterdaad voordoet, reeds vast. De voorwaarden waaronder de optie mag worden uitgeoefend, waaronder de belangrijke uitoefeningsprijs en de looptijd, worden namelijk reeds vastgesteld bij het verlenen van de optie. De optie fungeert aldus gezien opnieuw als uitvloeisel van een incompleet arbeidscontract nl. als hulpmiddel om de relatie-specifieke investeringen van beide partijen - principaal en werknemer - tot wasdom te brengen¹⁰.

We zien, samenvattend, dus twee belangrijke functies voor de personeelsoptie:

- a. als middel tot het voeren van control over de inspanningen van de agent die door de scheiding van leiding en eigendom niet kunnen worden geobserveerd
- b. als instrument om de relatiespecifieke investeringen van partijen economisch succesvol te maken hetgeen in het belang van beiden is.

Beide functies vinden, zoals besproken, hun oorsprong in de incompleetheid van een arbeidscontract.

6 Traditionele en nieuwe ondernemingen

In het recent verschenen artikel 'In Search of New Foundations' heeft Zingales (Zingales, 2000) een nieuwe visie op de onderneming ontwikkeld op basis waarvan de bestudering van vraagstukken van ondernemingsfinanciering in nieuwe banen zou moeten worden geleid. Hij onderscheidt de 'traditionele onderneming' en de 'new firm'.

De *traditionele onderneming* is uitgerust met relatief veel fysieke activa ('asset intensive') met het doel schaalvoordelen te kunnen incasseren; is voorts in hoge mate verticaal geïntegreerd (ter veiligstelling van de aan- en afvoerlijnen) en heeft een grote macht over medewerkers. Ze is eigendom van externe aandeelhouders met gespreid aandelenbezit. Door de concentratie van economische macht in de top van deze traditionele onderneming en de scheiding van leiding en eigendom ontstond hieruit het agency probleem tussen de leiding en de aandeelhouders¹¹.

De *nieuwe onderneming* à la Zingales is een uiting van gewijzigde krachtsverhoudingen binnen de onderneming. Op blz. 1641 van The Journal of Finance van augustus 2000 schrijft hij: "Employees are not merely automata in charge of operating valuable assets but valuable assets themselves, operating with commodity-like physical assets". Niet zozeer de fysieke activa maar medewerkers zijn in de

10 Hart (1995) schrijft: "Specifically, because contracts are incomplete, the parties may be deterred from making the relationship-specific investments that would be optimal in a "first-best" world" (blz. 26).

11 Vergelijk ook de corporate governance-discussie in Nederland, die met name ontstond na het rapport van de Commissie Corporate Governance in 1997 (Commissie Corporate Governance, 1997).

nieuwe verhoudingen in staat een economische rent naar zich toe te trekken. De "nieuwe" onderneming staat onder hoge druk van concurrentie, innovatienoodzaak en voortdurende kwaliteitsverbetering (vergelijk ook Schalk, 2000) hetgeen inzet van getalenteerde medewerkers vereist die bovendien - en helaas voor de onderneming - over een ruim arsenaal van alternatieve werkgevers beschikken. Vraag naar en aanbod van human capital wordt relatief belangrijker; de betekenis van fysieke activa daalt relatief gezien. Tenslotte wordt de nieuwe onderneming ook gekenmerkt door een tendens tot afbraak van verticale integratie.

De relevantie van het onderscheid van Zingales voor het onderwerp van deze rede is dat door de opkomst van de 'human-capital'-intensieve (in tegenstelling tot "physical asset-intensive") nieuwe onderneming de betekenis van relatie-specifieke investeringen toeneemt en daarmee het potentiële nut van opties als beloninginstrument (hierboven functie b).

De ontwikkeling van de groei-opties van de onderneming zal tegen de geschetste achtergrond behalve door de aandeelhouders ook door de werknemers met grote belangstelling worden gevolgd, in elk geval veel meer dan in het verleden het geval was. De investeringen die ook werknemers meer en meer plegen in het verwerven van fundamentele kennis, inzicht en ervaring, krijgen door te participeren in de toekomstige marktwaarde van de onderneming mogelijk een rendement die deze investeringsbeslissing rendabel kan maken. Hieruit doemt het beeld op van de moderne werknemer als een private investeerder. Personeelsopties bieden, gezien tegen de achtergrond van de persoonlijke investeringsbeslissing, een oplossing voor het risico dat deze private investeringen voor de werknemers onrendabel blijven. Allen en Gale (1994) schreven reeds in 1994: "Most individual's primary asset is their human capital. This is subject to significant fluctuations in value as industries grow and decline" (blz. 136). Het risico van werknemers is derhalve dat de investering in human capital verloren gaat door een tekort aan opbrengsten uit arbeid. Personeelsopties stellen werknemers in staat om het risico op een misinvestering in human capital af te wenden door indien en zolang de ondernemingsinvestering rendeert ook de werknemer te doen delen in het rendement. In deze zin zijn personeelsopties risicobeheersingsinstrumenten voor (in zichzelf) investerende werknemers. Door de flexibiliteit van de lasten van een personeelsoptie is het tegelijkertijd ook een risicobeheersingsinstrument voor de onderneming.

Er kan zelfs worden gesproken van een financiële innovatie met het doel de markt meer compleet te maken door het arsenaal van risicobeheersingsinstrumenten uit te breiden tot en met de wereld van de non-financial stakeholders. Naarmate de benodigde investeringen toenemen in volume en graad van specificiteit, zullen de aanspraken op de toekomstige marktwaarde van de onderneming toenemen en daarmee de behoefte aan beloningsvormen als personeelsopties. Komt deze vorm van risk sharing (vgl. Allen en Gale, 1994) niet tot rijping, dan zal de werknemer zijn persoonlijke investeringen kunnen stopzetten en de onderneming verlaten (Zingales, 2000,

noemt dit het "quit risico" dat een onderneming loopt). Als dit gebeurt, gaat een belangrijke partij voor de kwaliteit van de relatiespecifieke investeringen verloren en daarmee ook de opbrengstcapaciteit van de onderneming voor de aandeelhouders¹². De graad van afhankelijkheid tussen de participanten van een onderneming neemt toe.

Zoals reeds opgemerkt is de call-optie op het aandeel van de onderneming in beginsel een efficiënt instrument om relatie-specifieke investeringen van werknemers te belonen. De optie fungeert daarbij in feite als hedge-instrument voor de werknemers/managers doordat hun persoonlijk investeringsrisico wordt afgedekt¹³. In paragraaf 7 wordt deze functie van de personeelsoptie verder toegelicht.

7 De optie als aanspraak op de toekomstige resultaten van de groei-opties van de onderneming

Een belangrijk gevolg van de hierboven geschetste tendens is dat in het type van de nieuwe onderneming de medewerkers zich een belangrijke flexibiliteit verwerven die tot nu toe alleen bestond voor de vermogensverschaffers: de mogelijkheid om weg te lopen (het "quit risico"). De implicatie is dat de onderneming naast een "investor relations"-beleid, een "labour relations"-beleid, een "suppliers relations"-beleid en een "clients relations"-beleid zal moeten ontwikkelen. De optie kan ook meer in algemene zin als belonings- of zelfs betalingsinstrument gaan fungeren waardoor ook andere stakeholders dan de werknemers zoveel mogelijk binding krijgen met de onderneming en daarmee een binding met de toekomstige toegevoegde waarde van de onderneming als totaliteit. Het klassieke agencyprobleem tussen management en aandeelhouders wordt in deze ontwikkeling overschaduwed door de behoefte aan binding met alle relevante participanten van de onderneming omdat anders een te grote fragmentatie van macht plaats vindt.

Hierdoor lijkt - heel verrassend - een tendens naar het coöperatiemodel te ontstaan dat zich onderscheidt van de traditionele vennootschap: de kern is dat er geen enkele participant meer is die als enige residuele claimhouder optreedt. Dit

- 12 In Zingales (2000) troffen we de volgende veelzeggende casus aan. De topman van het Britse reclamebureau Saatchi & Saatchi kende zichzelf in 1994 een vorstelijk optiepakket toe. Hiertegen werd scherp geprotesteerd door institutionele beleggers die ongeveer 30% van de aandelen in bezit hadden. De reden van het protest was dat de resultaten van de onderneming slecht waren geweest. Het voorstel voor de optietransactie werd dan ook bij wijze van strafexercitie weggestimend tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders. Enige tijd later nam de topman echter ontslag en vestigde een nieuwe concurrerende onderneming samen met enkele managers die de oude onderneming met hem verlieten. De oude onderneming ondervond veel schade van deze actie. De nieuwe concurrent bezat nauwelijks fysieke activa maar wel veel kennis en ervaring (human capital).
- 13 Control en eigendom vallen bij deze gewijzigde machtsverhoudingen niet (meer) samen. De traditionele eigendomsrechten zoals het stemrecht in de algemene vergadering van aandeelhouders, garanderen niet langer de mogelijkheid tot het uitoefenen van effectieve zeggenschap (feitelijke "control") door bijvoorbeeld houders van grote pakketten aandelen. De waarde van dit traditionele disciplineringsmechanisme neemt af.

zullen er meerdere zijn, komend uit de grote kring van alle stakeholders. "No party has absolute control, nobody fully internalizes the preservation of organizational capital" (Zingales, 2000). De growth oportunities van de onderneming staan ter discussie. De vraag is: wie gaat ermee aan de haal of verdwijnen ze geruisloos? Breken over de ontwikkeling en de verdeling van de resultaten van de groeimogelijkheden interne conflicten uit tussen managers, medewerkers, leveranciers, afnemers en aandeelhouders, dan kan dat grote schade berokkenen aan de grootte van het economische produkt d.i. de toegevoegde waarde van de onderneming. De wijze van oplossing van interne verdelingsproblemen tussen verschillende stakeholders heeft potentieel een grote invloed op de vraag wie zich de groei opties toe-eigent. In het klassieke model gaan de groeiopties met enige vanzelfsprekendheid naar de aandeelhouders. In het model van de nieuwe onderneming worden economische rents steeds meer toegeëigend door de factor arbeid en - onder omstandigheden - door afnemers en leveranciers¹⁴.

Behalve in de (in voetnoot 13 beschreven) "Saatchi en Saatchi-casus" is ook empirische ondersteuning aangetroffen voor de samenhang tussen de aanwezigheid van unieke investeringskenmerken en het gebruik van opties als beloningsinstrument (Smith en Watts (1992)). Deze onderzoekers troffen voor een steekproef van industriële ondernemingen inderdaad een positieve relatie aan tussen de aanwezigheid van groei-opties (= het perspectief van kansrijke investeringen met hoge netto contante waarde) en het gebruik van opties als beloningsinstrument.

8 De optie als drager van de 'economische rent'

In het beeld van zich wijzigende economische krachtsverhoudingen in de onderneming (Zingales, 2000) waarbij menselijk kapitaal zich ontwikkelt tot de categorie van misschien wel de meest cruciale activa, past de personeelsoptie zoals hierboven reeds is betoogd, zeer wel. De optie legt immers een claim op te genereren marktwaarde in de toekomst d.w.z. een aanspraak op de growth oportunities in het waardebepalingsproces. De factor arbeid is mede onder invloed van de trend naar het ontstaan van een informatie-economie in vele gevallen knelpuntsfactor in het investerings- en productieproces geworden en kan daardoor steeds beter een "economische rent" naar zich toehalen (Zingales, 2000), vooral wanneer werknemers beschikken over een hoge mate van asset specificity. In andere gevallen zijn het niet de werknemers maar een bepaalde afnemer of leverancier die een 'rent' naar zich kan toehalen bijvoorbeeld doordat er belangrijke commerciële relaties zijn met door een bepaalde afnemer of leverancier gecontroleerde partners¹⁵. In alle gevallen is de basis voor de

14 Een voorbeeld is McKinsey Nederland dat zich voor het verstrekken van strategische adviezen aan "start up"-bedrijven, desgewenst laat honoreren in de vorm van een aandelenbelang in de onderneming (Het Financieel Dagblad 20/11/2000).

15 Vergelijk voor een voorbeeld de in voetnoot 13 besproken casus.

door een partij geclaimde economische rent gelegen in een duidelijk aanwijsbare, soms kritische, bijdrage aan het scheppen van marktwaarde.

Optietechnisch gezien speelt het volgende in de 'nieuwe onderneming'. Het gaat voor de werknemers en andere optie-ontvangers om een afruil van een huidige zekere (arbeids)beloning tegen een onzekere toekomstige beloning. Door een klein deel van de arbeidsbeloning in de onderneming te laten (gelijk aan de waarde van de optie op het moment van toekenning) "investeren" zij de premie van de optie. De waarde-ontwikkeling van de optie is nadien gekoppeld aan de waarde-ontwikkeling van de onderneming. Het gevolg is dat de optiebezitters expliciet mederisicodragers in de onderneming worden¹⁶. Het contract dat hiervoor is ontworpen - de personeelsoptie - specificeert deze contingent claim in redelijke mate maar blijft wezenlijk incompleet. Als de onderneming succesvol is en het aandeel in prijs is gestegen tot boven de uitoefeningsprijs van de optie, bezit deze intrinsieke waarde. Wanneer ook voldaan is aan de overige voorwaarden van het optiecontract, zal de optiehouder te eniger tijd tot uitoefening van zijn kooprecht overgaan. Hij komt dan in het bezit van een aandeel. Verkoopt hij dit aandeel onmiddellijk, dan is zijn winst gelijk aan de intrinsieke waarde van de optie op de desbetreffende dag verminderd met het destijds niet ontvangen deel van zijn arbeidsbeloning hetgeen het karakter heeft van een investering. Het is de "non-cash" premie die hij voor de optie heeft 'betaald'. Theoretisch correct is het dan om bij de winstberekening niet de kale, destijds geïnvesteerde optiepremie te zien als de investering maar de sindsdien opgerente gederfde arbeidsbeloning.

9 Meerdere residuele 'stakeholders'

Geconcludeerd kan worden dat in de nieuwe onderneming de aandeelhouders niet langer de enige houders van de residuele claims zijn, ook andere stakeholders werpen zich expliciet op in die rol. Zowel de aandeelhouders, de werknemers, belangrijke afnemers en leveranciers zijn in deze benadering te beschouwen als investeerders of houders van aanspraken op het ondernemingsinkomen (relatie-specifieke investeringen à la Hart, 1995). Deze participanten kunnen daarbij in twee groepen worden ingedeeld: de voorheen almachtige houders van strikt financiële claims (de verschaffers van eigen en vreemd vermogen) en de verschaffers van reële inputs (de werknemers, de afnemers, de leveranciers, en mogelijk ook de overheid). Al deze participanten houden financiële claims op de onderneming. De waarde van de onderneming is in deze benadering te definiëren als de waarde van alle financiële

¹⁶ Door het afsluiten van een optie-overeenkomst wordt bereikt dat een belangrijk spanningsveld tussen het ondernemingsbelang en het belang van werknemers wordt opgeheven waardoor de onderneming kan continueren. Optie-overeenkomsten dragen daardoor bij aan een afweging van deelbelangen die maatschappelijk verantwoord is (Vergelijk voor dit criterium de Tilburgse oratie van Moerland, 1989, blz. 25).

claims tezamen, niet de waarde van de bezittingen minus de schulden omdat deze verwijst naar het wijkende model van de traditionele onderneming¹⁷.

Dit benadert de aloude idee van de marktwaarde van de onderneming als totaliteit, bijvoorbeeld als de contante waarde van de verwachte toekomstige toegevoegde waarde van de onderneming voor het collectief van stakeholders (Schoorlemmer, 1968; Zingales, 2000)¹⁸. De onderneming is in deze benadering niet langer het verlengstuk van de aandeelhouders maar het samenwerkingsverband van belanghebbenden bij de economische ontwikkeling van relatie-specifieke investeringen.

10 Enkele financieringsimplicaties van personeelsopties

De belangrijkste implicaties van de toekenning van opties voor de verschillende deelterreinen van het financiële beleid van een onderneming zijn:

- a De kaspositie wordt versterkt doordat een deel van de lonen niet wordt uitbetaald: de onderneming ontvangt als het ware de premie voor de toegekende call opties in de kas.
 - b Het vreemd vermogen neemt toe, omdat de economische waarde van de optie een verplichting inhoudt aan de werknemers om de tegenwaarde in aandelen te voldoen. Deze verplichting zal van jaar tot jaar fluctueren afhankelijk van de waarde van de verleende opties. Het resultaat komt terecht in de resultatenrekening of zo men wil rechtstreeks als mutatie in het eigen vermogen;
 - c De resultatenrekening wordt ceteris paribus niet beïnvloed omdat er in een optieregeling sprake is van dezelfde economische kosten van arbeid ongeacht de vorm van de 'betaling'. Het bedrijfsresultaat verandert derhalve niet, behoudens een mogelijk positief incentive-effect op de efficiëntie van de onderneming (zie hierna onder i);
 - d De zeggenschapsverhoudingen worden in de toekomst mogelijk gewijzigd als gevolg van het uitoefenen van de managementopties. Denk hierbij aan een mogelijke concentratie van aandelen bij insiders.
 - e De externe financiële verslaggeving zal verliezen en winsten tonen op de marktwaarde van de opties, tenzij de marktprijs van het aandeel nooit verandert tijdens de optielooptijd.
 - f Het corporate risk management zal moeten waken dat zich geen verstoringen van het investeringsproces zullen voordoen als gevolg van het toekennen en uitoefenen van managementopties.
 - g Het corporate risk management zal er ook voor moeten zorgen dat zich geen
- 17 Een praktijkvoorbeeld van een onderneming die financiële claims van een niet-financiële partij op de 'growth opportunities' van de onderneming toont en (op marktwaardebasis) waardeert, is de balans van KPN per 30 juni 2000.
- 18 Een implicatie zou zijn dat in de bedrijfseconomie de aandacht voor de toegevoegde waarde van een onderneming centraal zou moeten staan. Hierdoor zou de aansluiting met de algemene economie ook worden bevorderd (Vergelijk Schoorlemmer, 1967).

financieringsverstoringen zullen voordoen als gevolg van het toekennen en uitoefenen van managementopties.

- h Het dividendbeleid van de optieverlenende onderneming zal mogelijk worden gewijzigd, omdat de waarde van managementopties daalt als en in de mate dat dividendbetalingen plaats vinden. Deze betalingen verlagen de marktprijs van het aandeel. Zolang de uitoefeningsprijs hetzelfde blijft, is dit een evident nadeel voor de bezitter van de opties. Hieruit blijkt een verstrengeling van belangen¹⁹;
- i Een incentive-effect op de prestaties van de werknemers zal het toekomstige bedrijfsresultaat kunnen verhogen;
- j Het risicoprofiel van de optieverlenende onderneming zal veranderen en daarmee ook het geeiste rendement van de vermogensverschaffers (zie hierna in paragraaf 11).
- k Wanneer de opties worden uitgeoefend, zal onder bepaalde voorwaarden het aantal aandelen toenemen maar ook de winst. De uitoefeningsprijs wordt door de onderneming aangewend voor investering of schuldaflossing. De winst per aandeel kan dus stijgen, gelijk blijven of dalen. Van verwatering van de winst per aandeel (blijkend uit een daling van de winst per aandeel) is meestal geen sprake (Duffhues, 2000a).

Uit deze opsomming van invloeden moge blijken dat het toekennen van personeelsopties alle kernvragen van de ondernemingsfinanciering raakt: de investeringen, de financiering (in enge zin), het dividendbeleid, de corporate governance en de waardebepaling van de onderneming. Zonder de onderwerpen a t/m k zorgvuldig en in onderlinge samenhang te bestuderen, is het toekennen van personeelsopties niet verantwoord (Duffhues, 2000a).

11 Risico-verlaging en risico-reallocatie

In de voorafgaande paragraaf werd onder j de invloed van personeelsopties op het risico van de onderneming geduid. In deze paragraaf wordt dit belangrijke thema toegelicht.

Zowel aan de activa- als aan de passivazijde van de marktwaardebalans van een optieverlenende onderneming zijn risicoveranderingen te constateren als gevolg van het uitgeven van personeelsopties. Aan de activazijde betreft dit een verlaging van het risico, aan de passivazijde een re-allocatie van het risico tussen de verschaffers van het vermogen i.c. de verschaffers van vreemd en eigen vermogen en de nieuwe categorie van de optiebezitters (in essentie ook verschaffers van vreemd vermogen).

¹⁹ In een recent onderzoek van De Jong, van Dijk en Veld (2000) naar het gedrag van Canadese ondernemingen wordt bevestigd dat ondernemingen waarvan aandelenopties uitstaan, in het algemeen een geringere voorkeur voor dividenden hebben dan voor inkoop van eigen aandelen.

Lager activarisico

Aanvullend op mogelijke incentive-effecten op de vrije kasstromen zal de toekenning van opties leiden tot een verlaging van de 'cost of capital' van de onderneming als en voorzover het activa-risico afneemt. De flexibilisering van de personeelskosten en de afnemende kans op een tekort aan beschikbare arbeid die nodig is voor het realiseren van winstgevende orders zullen ertoe leiden dat de beta coëfficiënt van de bedrijfsactiviteiten - uit het bekende Capital Asset Pricing Model - zal dalen zodra personeelsopties worden uitgegeven. Het personeel neemt als gevolg van de gewijzigde beloningstructuur een deel van het bestaande bedrijfsrisico over. Verlaging van deze kostenvoet vergroot de investeringsruimte en de economische waarde van de onderneming.

Drie bronnen zijn verantwoordelijk voor de hierboven besproken verlaging van het activarisico. Dit zijn:

- a de beheersing van het arbeidsbeschikbaarheidsrisico
- b de beheersing van het arbeidsprijsisico
- c de beheersing van het onderinvesteringsrisico.

ad a) Het arbeidsbeschikbaarheidsrisico

Een belangrijk motief voor het toekennen van personeelsopties is medewerkers te binden aan de onderneming. Hierdoor kan 'toptalent worden behouden', vooral in tijden van grote krapte op de arbeidsmarkt. De onderneming kan door het verlenen van opties mogelijk bereiken dat reeds in dienst zijnde medewerkers de onderneming niet verlaten of nieuwe medewerkers gemakkelijker kunnen worden aange trokken. De personeelsoptie is in deze functie een instrument ter afdekking van het arbeidsbeschikbaarheidsrisico. Daardoor wordt de hoeveelheidscomponent (de input) arbeid meer zeker gesteld, zodat ook het kasstroomrisico voor de onderneming afneemt. Deze afdekking betreft de continuïteit van de bedrijfsprocessen ofwel het omzetrisico.

ad b) Het arbeidsprijsisico

Door het variabel maken van de beloningsstructuur van arbeid daalt het bedrijfsrisico van de onderneming. Weliswaar zijn in een ceteris paribus-redenering de kosten van personeelsopties niet lager dan van contante beloning, maar de uitgaande kasstromen die verband houden met de beloning van arbeid zijn wel veranderlijk gemaakt²⁰. Zie

20 Als de onderneming matig rendeert en de marktprijs van het aandeel uiteindelijk niet stijgt boven de uitoefeningsprijs, wordt de optie niet uitgeoefend. De premie die is 'ontvangen' voor de optie bij de toekenning van de optie, valt vrij. Er ontstaat een 'ex post winst' op arbeidskosten. Als de onderneming uitstekend rendeert en de marktprijs boven de uitoefeningsprijs stijgt, zal de optie worden uitgeoefend. Dit leidt tot een verlies (in contanten of als opportunity loss) maar dat gaat samen met een stijging van de marktwaarde van de onderneming. Dit verlies is dus bijvoorbeeld afgedekt. Per saldo stijgt de marktwaarde van de aandelen enigszins minder dan in de situatie waarin geen opties zijn toegekend.

hiervoor Duffhues, Kabir en Mertens (1999).

Rigide beloningsniveau's worden aldus vervangen door flexibele niveau's zodanig dat de hefboomwerking van de kostenstructuur (op kasbasis) afneemt. Deze 'cash operating leverage' is afhankelijk van de vaste en de variabele kosten van de productie en de verkoop. 'Operationele hefboomwerking' is in belangrijke mate bepalend voor de mate van bedrijfsrisico. Dit laatste is bepalend voor de beta van de reële activiteiten van de onderneming. Door opties toe te kennen daalt de beta van de onderneming (de activa-beta) en daarmee ook het geëiste rendement van de vermogensverschaffers (volgens het Capital Asset Pricing Model). De gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet daalt ceteris paribus. Dit resulteert in een stijging van de marktwaarde van de onderneming, zelfs wanneer een positief incentive-effect van de toekenning van opties op het bedrijfsresultaat uitblijft. Dit is een interessant aspect van het variabiliseren van de arbeidsbeloning. Een positief incentive-effect op de kasstromen zal aanvullend waarde creëren.

ad c) Het onderinvesteringsrisico

Het onderinvesteringsrisico is een van de meest bedreigende risico's voor het realiseren van de doelstelling van de onderneming: het behalen van netto contante waarde of eigen goodwill. Investeringsrisico's kunnen in gevaar komen als de onderneming een beroep moet doen op externe financiers en er sprake is van asymmetrische informatie tussen management en aandeelhouders (Froot, Scharfstein en Stein, 1993; Froot, 1995). Door de kaspositie van de onderneming te laten toenemen, bijvoorbeeld door het inhouden van arbeidskosten, kunnen ondernemingen zich wapenen tegen dit risico. Het toekennen van personeelsopties bespaart op de contante betaling van arbeidsdiensten en draagt dus bij aan de beperking van het onderinvesteringsrisico. Dit risico speelt een belangrijke rol bij jonge high tech ondernemingen die o.a. om die reden voor toekenning van personeelsopties opteren boven betaling in contanten.

Re-allocatie van het passivarisico

Optie-ontvangers en aandeelhouders lopen samen hetzelfde risico dat de aandeelhouders in het verleden alleen moesten dragen. Er is dus een herverdeling van risico. Het grootste risico lopen de optiebezitters omdat deze vermogensvorm het karakter heeft van een financieel derivaat. De betacoëfficiënt van een call optie is altijd hoger dan van het onderliggende aandeel²¹. Het resultaat is dat de betacoëfficiënt van het aandeel daalt (bij gegeven beta van de activa)²².

Van de, mogelijk mede door de optietoekenning ontstane, 'totale' marktwaardegroei gaat een deel naar de optiebezitters in de vorm van een stijging van de

21 De beta van de optie is gelijk aan het produkt van de elasticiteit van de optie (die altijd groter is dan 1) en de beta van het gewone aandeel (Cox en Rubinstein, 1985).

marktwaarde van de opties, het andere deel slaat neer in een per saldo stijging van de marktwaarde van de aandelen. Het gaat bij dit laatste om een afgeremde stijging van de marktprijs.

Als de stijging van de totale marktwaarde is bewerkstelligd door het incentive-effect van de opties, hebben deze aan hun doel beantwoord. Beide partijen, lastgever en lasthebber, zijn in dat geval beter af. Er treedt een verdeling van de totaal gevormde goodwill of meerwaarde op over aandeelhouders en optiebezitters.

De ontstane meerwaarde van de onderneming komt niet langer geheel toe aan de aandeelhouders (zoals in een situatie zonder opties het geval is), maar wordt voortaan verdeeld tussen de aandeelhouders en de optiehouders. Dat is niet onlogisch omdat optiehouders vermogensverschaffers met een hoog risicoprofiel zijn. Ontwikkelt de onderneming zich niet voorspoedig, dan daalt de waarde van de optie. De optiebezitters krijgen de grootste verliezen te incasseren, mogelijk 100%. De aandeelhouders verliezen vooralsnog minder²³.

De aandeelhouders profiteren van de intrede van nieuwe risicodragers: hun risico neemt af. Dit betekent dat in goede tijden de marktwaarde van hun aandelen minder stijgt, maar in slechte tijden ook minder daalt. Hoe meer opties er uitstaan, hoe groter de risicoreductie voor de aandeelhouders omdat de totale waarde van de toegekende opties (die verloren kan gaan) toeneemt. De conclusie luidt dat de onderneming een interessante risico-allocatie tot stand brengt als aan het management en eventueel ook aan andere werknemers opties worden toegekend in plaats van een contante beloning. Een belangrijke beperking hierbij is dat de verliesdeling niet verder reikt dan de waarde van de opties. Daartegenover staat dat het aantal toegekende opties zeer groot kan zijn zodat het bedrag van dit verlieskussen desondanks substantieel kan zijn (Duffhues, Kabir en Mertens, 1999).

Samenvattend blijkt dat het toekennen van personeelsopties een onderneming drie onderscheiden belangrijke risicovoordelen oplevert die alle de marktwaarde van de gewone aandelen vergroten. Dit zijn fundamenteel gezien de volgende determinanten: de verbeterde beschikbaarheid van medewerkers, de flexibilisering van de uitgaven in verband met arbeid, en de reductie van het illiquiditeitsrisico bij gegeven investeringsplannen. Daarnaast zal een herverdeling van risico plaats vinden

22 Is het enerzijds gebruikelijk om zodra een onderneming vreemd vermogen aantrekt het gewone eigen vermogen te kwalificeren als 'levered stock', zodra ook nog personeelsopties hun intrede doen kunnen deze worden aangeduid als "super" levered stock. In volgorde van hoogste tot laagste risico ontstaat hieruit de volgende ranking: a) Toegekende personeelsopties b) Gewoon eigen vermogen en c) Vreemd vermogen. In termen van eigen en vreemd vermogen horen personeelsopties echter (als verplichting naar de werknemers), onder het vreemd vermogen; het bijzondere is dat de waarde van dit type vreemd vermogen hevig fluctueert als gevolg van fluctuaties in de marktprijs van het aandeel.

23 De optiebezitters zijn houders van een optie op een optie (samengestelde optie) omdat het aandeel zelf ook een optie is met de waarde van de onderneming als onderliggende waarde.

aan de passivazijde van de balans waardoor de beta van de aandelen zal dalen omdat de optiebezitters (als nieuwe vermogensverschaffers) een deel van het tot nu toe gelopen risico overnemen.

Aan de activazijde treedt dus een risicoverlaging op, aan de passivazijde is sprake van een re-allocatie van risico tussen twee typen van vermogensverschaffers onderling.

12 Een voorlopige conclusie over het marktwaarde-effect van personeelsopties

Samenvattend blijkt dat het toekennen van personeelsopties in beginsel marktwaarde creëert uit het oogpunt van verwacht bedrijfseconomisch rendement en risico. De mate van succes van optieregelingen wordt nog vergroot door de ingebouwde extra vraag die vroeg of laat kan ontstaan naar de aandelen van de onderneming²⁴. Nadelen zijn dat optieregelingen agencykosten veroorzaken en derhalve hoge eisen stellen aan de corporate governance van de onderneming om te voorkomen dat uitwassen en misbruik optreden. De hierop betrekking hebbende agency-gerelateerde onderwerpen worden hierna besproken in paragraaf 13. De aandeelhouders van een optie verlenende onderneming staan voor een niet eenvoudige afweging. Enerzijds is er de constatering van de mogelijk optredende extra vraag naar de aandelen en de mogelijke produktiviteits- en risicoverbeteringen, anderzijds is er de verzameling van agencykosten die de vorming van marktwaarde kunnen aantasten of bemoeilijken. Over dit onderwerp handelt paragraaf 13.

13 Een nieuw "asset substitution"- probleem: agencykosten

Harris en Raviv, 1991 blz. 304 schrijven over de mogelijke tegenstelling tussen de verschaffers van eigen en vreemd vermogen waarbij het asset substitution probleem ter sprake komt. Deze tegenstelling kan een verlengstuk krijgen tussen optiebezitters en aandeelhouders. De optiebezitters zullen t.o.v. de aandeelhouders onder bepaalde voorwaarden een "asset substitution" probleem kunnen veroorzaken. Dit zal het geval zijn als de waarde van de optie door risicovergroting kan worden verhoogd ook als dat een matige of zelfs negatieve netto contante waarde van de investering zou opleveren. Vergroting van risico heeft een positief effect op de waarde van de personeelsopties.

Weliswaar zullen de aandeelhouders op dit voor hen nadelige effect anticiperen en een lagere emissieprijs accepteren voor uit te geven aandelen zodat de kosten van de prikkel om te investeren in slechtrenderende activa in een efficiënte markt uiteindelijk zouden moeten worden gedragen door de optiebezitters zelf, maar dit

24 Ervan uitgaande dat de optie wordt uitgeoefend en dat na uitoefening het aandeel niet onmiddellijk wordt verkocht.

correctiemechanisme is hier afwezig omdat de optietoekenningprocedures in de praktijk niet bepaald duidelijk zijn. Hieruit blijkt opnieuw dat het optie contract een incompleet contract is met alle nadelen vandie. De aandeelhouders staan fundamenteel zwak als regelende partij wanneer zich ex post problemen voordoen tussen hen en de optiebezitters. Deze laatsten zijn immers veelal de beslissingsvoorbereiders en de best geïnformeerden. Dit is een groot nadeel van personeelsopties als beloningsinstrument. Een zeer open financiële verslaggeving kan aan dit bezwaar tegemoet komen²⁵.

14 Nog meer agencykosten

Managers hebben in de praktijk een zekere discretionaire beleidsruimte om hun taken te verrichten. Dit is het gevolg van het feit dat "complete" contingent contracten veelal niet haalbaar zijn (Shleifer en Vishny, 1997). Hieruit vloeien agencyproblemen voort die berusten op het potentieel belangenconflict tussen het management en de aandeelhouders. Dat dit een reële problematiek betreft, blijkt uit het feit dat in vele landen de discussie over de corporate governance zo'n hoge vlucht heeft genomen (vergelijk in ons land het rapport van de commissie Peters-2). Shleifer en Vishny (1997) geven vele Amerikaanse voorbeelden van misbruik van deze beleidsruimte.

Incentive-contracten zoals optiebeloningen kunnen zorg dragen voor het ontstaan van een zekere mate van overeenstemming tussen de belangen van de managers en de beleggers. De vraag is echter of personeelsopties ook aldus in de praktijk werken.

Bestaande managementoptieregelingen hebben, voorzover bekend, altijd betrekking op zgn. standaardopties, ook wel 'plain vanilla opties' genoemd. Dit zijn rechten om aandelen te kopen van de onderneming gedurende of aan het einde van een bepaalde tijd (de looptijd) tegen een vooraf vastgestelde prijs (de uitoefeningsprijs) en met inachtneming van een aantal randvoorwaarden. De opties zijn in het algemeen van het Amerikaanse type d.w.z. zijn in beginsel gedurende de looptijd te allen tijde uitoefenbaar, maar in het geval van personeelsopties zijn er randvoorwaarden die dit beginsel beknotten. Deze randvoorwaarden betreffen onder meer de bepaling dat in perioden waarin koersgevoelige informatie van de onderneming in kwestie naar de buitenwacht op handen is, de opties niet mogen worden uitgeoefend.

In de praktijk blijkt dat ondanks het bestaan van dergelijke verbodsbepalingen de uitoefening van opties door managers tot grote maatschappelijke commotie en scherpe kritiek aanleiding kan geven. Er zijn zoals reeds werd gesteld in de voorafgaande paragraaf ook bezwaren van bedrijfseconomische aard omdat een nieuw asset substitution probleem kan ontstaan wanneer de optiebezitters het voor

25 Vergelijk o.a. hoofdstuk 5 van mijn proefschrift (Duffhues, 2000a).

hen waardeverhogende risico willen vergroten. Daarnaast zijn er verschillende andere agencykosten. Hiervan worden er in deze paragraaf enkele wat nader belicht.

a) *bezitters van standaardopties kunnen profiteren van voorwetenschap*

Steen des aanstoots in vele commentaren is onder andere dat de houder van de opties in een aantal gevallen, naar men meent, heeft kunnen profiteren van inside information over goed of slecht nieuws dat nog niet naar buiten was gecommuniceerd. Dit probleem is bekend als dat van de *asymmetrische informatie* tussen het management en de aandeelhouders. Het betreft de graad van efficiency van de financiële markten: is alle relevante informatie publiekelijk en gelijktijdig beschikbaar voor iedere marktpartij? Het antwoord is ontkennend. Dat hoeft niet te verwonderen omdat de managers per definitie insiders zijn. De vraag is hoe de managers omgaan met de informatievoorsprong.

Onder andere Yermack (1997) heeft gerapporteerd over het gedrag van bezitters van managementopties in de Verenigde Staten. Hij kwam tot de conclusie dat opties veelal werken als instrument tot zelfbeoordeling van de managers nl. door het sturen van de winst ('winstmanagement') en door het gebruik van voorwetenschap bij de keuze van het tijdstip waarop opties werden geeist door de managers en verstrekt door de onderneming: op handen zijnde winstberichten zouden de optieverstrekking in sterke mate beïnvloeden. Yermack acht deze beïnvloeding oneigenlijk omdat zij in zijn ogen oorzaak en gevolg omkeren: een reeds bestaand uitzicht op koersstijging geeft in zijn interpretatie van het managersgedrag (in strijd met het incentive-karakter van een optie) aanleiding tot optieverstrekking, niet de verwachting dat de koers zal stijgen als er opties worden verstrekt. Ook andere auteurs zoals Bettis, Bizjak en Lemmon (1999) hebben benadrukt dat het privébelang van managers vaak de motor is van hun acties. Dat kan de belangen van andere participanten schaden.

b) *standaardopties leiden soms tot extreem hoge optiewinsten*

Daarnaast speelt als tweede bezwaar dat de gerealiseerde optiewinsten in een aantal in de publiciteit gekomen gevallen naar Nederlandse maatstaven (bijzonder) hoog zijn, hetgeen niet iedere commentator redelijk acht in relatie tot de veronderstelde arbeidsprestaties. Dit bezwaar heeft betrekking op het *inkomenspolitieke aspect* van managementopties. Hoge optiewinsten kunnen worden veroorzaakt door vele factoren die eerst moeten worden geanalyseerd voordat men daarover een gefundeerde mening mag uitdragen.

c) *standaardopties geven een incentive tot winststuring*

Door de enorme invloed van de dagkoers van het aandeel op de dag van uitoefening van de opties op de hoogte van de optiewinst ontvangt het management onbedoeld een incentive om de economische prestaties (o.a. de winst) naar buiten meer of

minder gunstig voor te stellen dan zonder het bestaan van managementopties het geval zou zijn geweest. Dit terwijl toch aan de geldende eisen van de verslaggeving wordt voldaan.

d) *standaardopties geven een incentive tot gewijzigde ondernemingsbeslissingen*

Het management ontvangt tevens een prikkel om de reikwijdte en de timing van belangrijke ondernemingsbeslissingen te beïnvloeden als functie van het beoogde tijdstip van de uitoefening van de opties. Een voorbeeld is de besluitvorming over herstructurering en het vormen van voorzieningen ten laste van de winst van een bepaald jaar. Eerder bespraken we reeds de mogelijkheid dat het management bewust meer riskante investeringen opzoekt omdat de optiewaarde daarvan profiteert.

e) *standaardopties geven de verkeerde incentive om het privébelang te stellen boven het ondernemingsbelang als de optie tijdens de looptijd diep 'in-the-money' raakt*

Zodra de managementoptie tijdens de looptijd een aanzienlijke waarde heeft gekregen doordat de koers van het aandeel zeer sterk is gestegen, neemt de graad van afhankelijkheid van de manager af en zal zijn motivatie om het ondernemingsbelang blijvend voorop te stellen, kunnen verminderen. Het arrivé-gevoel kan ontstaan dat hij zijn 'schaapjes op het droge' heeft.

Al deze bezwaren doen afbreuk aan het veronderstelde doel om de belangen van de optiebezitters en de belangen van de aandeelhouders op een lijn te brengen ('alignment'). Een van de oogmerken van een optieregeling - het terugdringen van de agencykosten - wordt daarmee juist niet bereikt.

De geduide problemen raken de kern van de corporate governance-discussie²⁶.

De conclusie luidt dat er verschillende belangrijke bezwaren met een agency-karakter zijn tegen standaardopties. Deze bezwaren nopen tot correctie van het bestaande stelsel ten aanzien van de toe te passen optietechniek. Er zijn immers de volgende drie 'nieuwe' agencyproblemen die alle uitmodigen tot korte-termijn gericht gedrag van managers:

- de impuls tot winstmanagement
- de impuls tot niet-optimale besluitvorming over investeringen en financiering i.c. gevaar van onder- en overinvestering
- de impuls om misbruik van voorwetenschap te maken.

De ervaring leert dat deze nadelen breed worden uitgemeten in de publiciteit.

15 Een alternatief voor de personeelsoptie: de Dareco

Een belangrijke oorzaak van deze problemen is dat standaardpersoneelsopties de

²⁶ Vergelijk Moerland (1997).

werknemers en de managers niet zien als lasthebbers die een deel van een arbeidsbeloning in papieren vorm ontvangen maar als beleggers. Dit blijkt hieruit dat de keuze van de datum van uitoefening van de opties in hoge mate beslissend kan zijn voor het resultaat (de optiewinst) zoals dat ook het geval is bij een belegger. De dagkoers van het aandeel is van cruciale betekenis voor de waarde van de optie bij uitoefening. Acties van individuele managers die gericht zijn op het beïnvloeden van deze dagkoers voor het persoonlijk gewin, moeten daarom zoveel mogelijk worden verhinderd door het wegnemen van de prikkel om de dagkoers te willen beïnvloeden. Dit is mogelijk door de personeelsoptie anders te structureren. Door de "personeelsoptie nieuwe stijl" niet af te rekenen tegen de dagkoers van het aandeel maar tegen de gemiddelde beurskoers van het aandeel van de betreffende onderneming gedurende het arbeidsverleden van de manager bij de betreffende onderneming wordt het voor een optiebezittende manager veel minder aantrekkelijk om de keuze van de uitoefeningsdatum te optimaliseren. Een voorstel in deze richting heb ik uitgewerkt in mijn proefschrift (Duffhues, 2000b). De voorgestelde optie is de Dareco. Dit is het acroniem van "Delayed Average Rate Executive Call Option"²⁷.

De conclusie is dat personeelsopties in vele human-capital intensieve ondernemingen een eigentijdse invulling kunnen geven aan het streven van werknemers om een deel van de arbeidsbeloning in het heden in te ruilen voor een kans op een aandeel in de toekomstige marktwaarde van de onderneming. Ter ondersteuning van het karakter van het optiecontract als passend in een arbeidsrelatie en ter voorkoming van nieuwe agencyconflicten die kunnen ontstaan bij de keuze van de uitoefeningsdatum van de optie en daarna uit hoofde van de aan aandelen verbonden zeggenschapsrechten is het echter gewenst om bij optie-uitoefening geen aandelen af te geven (zoals in de huidige praktijk het geval is) maar contanten. Als medewerkers van een onderneming willen beleggen en zeggenschap willen uitoefenen, ligt het eerder voor de hand dat zij aandelen op de effectenmarkt kopen.

16 De voordelen van een Dareco

Een Dareco heeft in vergelijking met een standaard personeelsoptie tenminste vijf belangrijke voordelen:

a) Eventuele winst op een Dareco is gerelateerd aan de duur van de arbeidsrelatie.

Een Dareco sluit principieel aan bij de arbeidsrelatie tussen de werknemer en de onderneming: beloond wordt het surplus van de gemiddelde marktprijs per aandeel

27 De Dareco is een Aziatische optie die behoort tot de verzameling van de zgn. 'pad-afhankelijke opties': het gemiddelde koerspad in het verleden bepaalt samen met de uitoefeningsprijs het resultaat bij uitoefening. Bij andere vormen van pad-afhankelijke opties vindt afrekening plaats tegen de maximumkoers of de minimumkoers in het verleden ('look back'-opties).

(gedurende de arbeidsperiode van de werknemer) boven de uitoefeningsprijs. Deze laatste wordt at-the-money vastgesteld op het moment van in dienst treden van de onderneming (respectievelijk na een korte wachtperiode). Het gemiddelde van de marktprijs draagt per definitie alle positieve en negatieve uitschieters in zich en is daardoor veel meer representatief voor de bewezen prestaties dan de incidentele dagkoers die zo bepalend is bij de traditionele optie-uitoefening.

b) Geen agencykosten

Afrekening van de optiewinst tegen de gemiddelde koers van het aandeel neemt de incentive weg tot prijsmanipulatie. Kolb (1997) heeft deze eigenschap toegeschreven aan een valuta-optie op basis van een "average currency rate" maar dat geldt uiteraard ook wanneer het gaat om de gemiddelde marktprijs van een aandeel. Het risico van 'insider trading' (vergelijk Yermack, 1997) wordt drastisch gereduceerd. Cruciaal is dat de afrekeningskoers van een Dareco nauwelijks nog wordt beïnvloed door de dagkoers van de dag van uitoefening.

c) Aanzienlijk minder extreme optieresultaten

Extreem hoge en lage optiewinsten zullen niet meer voorkomen tenzij de marktprijs van de aandelen zelfs als gemiddelde prijs over een lange periode van vele jaren extreem is gestegen of gedaald. Dat zou een zeer uitzonderlijke, goede of slechte prestatie zijn en behaald over een lange periode waardoor het inkomenspolitieke bezwaar vervaagt.

d) Ingebouwde rem op het aantal toe te kennen opties

De Dareco zal door de houders eerder worden uitgeoefend wanneer de dagkoers van het aandeel plotseling zou dalen tot ver onder de tot dan opgebouwde gemiddelde beurskoers. De optiebezitters zullen hun optie zo snel mogelijk uitoefenen om daarmee te ontsnappen aan de te verwachten daling van de gemiddelde marktprijs. Dat zal de onderneming een uitgaande kasstroom opleveren. Dit perspectief zal haar voorzichtig stemmen in het toekennen van een groot aantal opties. Bovendien zal het management doorlopend aandacht hebben voor het verloop van de beurskoers.

e) Geen uitbreiding van het aantal geplaatste aandelen

De Dareco vergt een afwikkeling in contanten. Het aantal geplaatste aandelen blijft constant. De zeggenschapsverhoudingen in de onderneming worden niet aangetast. Inkoop van eigen aandelen is niet nodig indien men dit zou willen doen om te voldoen aan de leveringsplicht van aandelen. Wel is inkoop van eigen aandelen als hedge mogelijk maar alleen als men de hedge wenst.

17 Samenvatting en conclusies

In deze oratie heb ik getracht de personeelsoptie te plaatsen tegen de achtergrond van onder andere recent verschenen literatuur in het vak Ondernemingsfinanciering. Daaruit bleek dat het zich wijzigende karakter van een onderneming - van een organisatie met overwegend fysieke activa naar een organisatie met veel human capital - op zichzelf gezien een uitstekende voedingsbodem is voor de introductie van een nieuwe groep houders van residuele claims. Dit zijn o.a. de hoog opgeleide werknemers die in de nieuwe onderneming naast de aandeelhouders een aanspraak plegen op het residuele inkomen op straffe van het verlaten van de organisatie. De optie is in dit kader een efficiënt beloningsinstrument omdat het impliciet de incompleetheid van het arbeidscontract als vertrekpunt neemt en het belangenconflict met de aandeelhouders in de nieuwe onderneming voor een belangrijk deel oplost. Het is tevens te interpreteren als een efficiënt hedginginstrument: voor de werknemers ter afdekking van het persoonlijke investeringsrisico in human capital, voor de aandeelhouders ter afdekking van het beschikbaarheidsrisico en prijsrisico van arbeid en het onderinvesteringsrisico. Beide partijen - werknemers en aandeelhouders - dragen een deel van het risico dat in het verleden alleen door de aandeelhouders werd gedragen²⁸. Er is dus sprake van een risico-herverdeling. Voor een ander deel rijzen er met de opkomst van de personeelsoptie nieuwe agencyproblemen die mijns inziens kunnen worden opgelost door in de keuze van het optie-type terug te gaan naar de arbeidsrelatie en deze tot kernpunt te bestempelen. Een voorstel daartoe is de Dareco die de managers zal beschermen tegen allerlei kritiek vanuit de maatschappij en vanuit de kring van de aandeelhouders omdat dit type optie zich nauwelijks leent voor manipulatie.

Personeelsopties zijn in beginsel waardevol als instrument ter beloning van werknemers en als prikkel om de ondernemingsprestaties op te voeren. De agency-nadelen van opties moeten echter worden gerepareerd. Onder andere daaraan in woord en geschrift in de toekomst een bijdrage te mogen leveren, is mijn vurige wens.

Geraadpleegde literatuur

- | | |
|--|--|
| <p>Aghion, P. en P.Bolton, (1992), An "Incomplete Contracts" Approach to Financial Contracting, <i>Review of Economic Studies</i>, Volume 59, blz. 473-494.</p> <p>Allen, Franklin, en Douglas Gale, (1994), Financial Innovation and Risk Sharing, MIT Press, 390 blz.</p> <p>Bettis, J.C., J.M.Bizjak en M.L.Lemmon, (1999), An Empirical Examination of the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps</p> | <p>by Corporate Insiders, <i>Working Paper SSRN</i>, May 31.</p> <p>Cass, Dwight, (2000a), Hedging options plans: good for who?, <i>RISK</i>, Volume 13, No. 9, September, blz. 81-83.</p> <p>Cass, Dwight, (2000b), The 39 steps, <i>RISK</i>, Volume 13, No.9, September, blz. 85-89.</p> <p>Chidambaram, N.K., en Nagpurnanand R.Prabhala, (2000), Executive stock repricing, Internal governance mechanisms,</p> |
|--|--|

28 Zijdeling wordt verwezen naar stelling IV van mijn dissertatie (Duffhues, 2000a)

- and management turnover, Working Paper New York University, July, 43 blz.
- Commissie Corporate Governance, (1997), Aanbevelingen inzake Corporate Governance in Nederland, Amsterdam, blz. 1-48.
- Cox, John C., en Mark Rubinstein, (1985), Options markets, Prentice-Hall, 498 blz.
- Duffhues, P.J.W., M.R.Kabir en G.M.H.Mertens, (1999), Personeelsoptieregelingen in Nederland; Theorie en praktijk, Rapport uitgebracht door een onderzoeksgroep van de Katholieke Universiteit Brabant aan de pensioenfondsen ABP en PGGM, blz. 1-57.
- Duffhues, P.J.W., (2000a), Ondernemingsfinanciering: oriëntatie op integratie, Academisch proefschrift Katholieke Universiteit Brabant, Kluwer, 422 blz.
- Duffhues, P.J.W., (2000b), Inkoop eigen aandelen: theoretische aspecten, Economische, institutionele en juridische aspecten van inkoop van eigen aandelen, redactie P.W.Moerland, Kluwer, blz. 1-29.
- Feyen, J.H.S., (2000), Transparantie in risico-informatie door banken, Bank- en Effectenbedrijf, Jrg.49, nr.9, september, blz. 34-39.
- Froot, K.A., D.S.Scharfstein en J.C.Stein, (1993), Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies, *The Journal of Finance*, Vol. 48, no.5, - December, blz. 1629-1658.
- Froot, K.A., (1995), Incentive Problems in Financial Contracting: Impacts on Corporate Financing, Investment, and Risk Management Policies, *The Global Financial System (A Functional Perspective)*, D.W.Crane, K.A.Froot, S.P.Mason, A.F.Perold, R.C.Merton, Z.Bodie, E.R.Sirri en P.Tufano, Harvard Business School, Boston, hoofdstuk 7, blz. 225-261.
- Harris, Milton, en Artur Raviv, (1991), The Theory of Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, No.1, blz. 297-355.
- Hart, Oliver, (1995), Firms, Contracts, and Financial Structure, Oxford, 228 blz.
- Jensen, Michael C., en William H.Meckling, (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Volume 3, blz. 305-360.
- Jong, A.de,R.van Dijk en C.Veld, (2000), The Dividend and Share Repurchase Policies of Canadian Firms: Empirical Evidence Based on A New Research Design, Working Paper Tilburg University, blz. 1-41.
- Kolb, R.W., (1997), Options, 3rd edition, Blackwell, blz. 1-347.
- Koot, D.R., (2000), Fair Value Accounting bezwaarlijk bij banken, Bank- en Effectenbedrijf, Jrg.49, nr.9, september, blz. 16-18.
- Moerland, P.W., (1989), De overnemingsmarkt: theorie, empirie en regelgeving, Oratie Katholieke Universiteit Brabant, 14 april 1989, 39 blz., (Vuga, 's-Gravenhage).
- Moerland, P.W., (1997), Corporate governance: schakering, reikwijdte en definiëring, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, Jrg.71, nr.12, blz. 657-665.
- Moerland, P.W., (1999), De driefshuishouding als tweeslachtig ervaringsobject van de financieel-economische wetenschap, *Over economie en bedrijf (Liber Amicorum voor Prof.Dr.J.L.Bouma)*, redactie D.W.Feenstra, G.J.van Helden en F.M.Tempelaar. Delwel, blz. 125-138.
- Murphy, Kevin J., (1998), Executive compensation, *SSRN Electronic Paper Collection*, April, 90 blz.
- Schalk, P.P.J., (2000), Fabrieken zijn ook kennisintensief, *Economisch Statistische Berichten*, 85e jrg, nr. 4247, 17 maart, blz. 217-220.
- Scheffer, C.F., (1955), Indeling en ontleding van de vraagstukken behorende tot Het Financieel-wetenschappelijk Onderzoek op basis van de traditionele geldfuncties, Noordhoff, 24 blz.
- Schoorlemmer, A.J., (1967), Vergelijking van ondernemingsresultaten op basis van de winstgevendheid der productie, *Maandschrift Economie*, 31e jrg, no.5, februari, blz. 245-272.
- Shleifer, Andrei, en Robert W.Vishny, (1997), A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, Vol. LII, No.2, blz. 737-783.
- Smith, Cl.W., en R.L.Watts, (1992), The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies, *Journal of Financial Economics*, Volume 32, blz. 263-292.
- Yermack, David, (1997), Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements, *The Journal of Finance*, Volume 52, nr.2, June, blz. 449-476.
- Zingales, Luigi, (2000), In Search of New Foundations, *The Journal of Finance*, Vol. LV, No.4, blz. 1623-1653.